

米国の自治体における公金運用の実態について

ペイオフ実施をきっかけに、わが国の自治体の中で公金運用のあり方が注目されている。本レポートでは、今後の日本の自治体における公金運用の将来像を描く手がかりとして、米国の自治体における公金運用の考え方と実態について紹介する。

1. 注目される地方自治体の公金運用

わが国の自治体の公金運用が注目されている。一つの契機はペイオフ導入である。これまで自治体の公金は地方自治法などの「確実かつ効率的に運用しなければならない」という規定の下で、大半が銀行預金の形で運用がなされてきた。ところが、2000年5月に施行された改正預金保険法では、2002年4月より公金預金の元本1,000万円を超える部分とその利子について支払いが保証されなくなる。これに対応し、全国の自治体の中で公金預金と借入金を相殺する契約を結ぶという案が浮上したり、運用対象そのものを見直すといった動きが出てきている。

2. 有価証券を中心とした運用を行う米国の自治体

では、日米の自治体の中で公金運用にはどのような違いがあるのか。図表1は、日本銀行「資金循環勘定」とFRB（連邦準備理事会）の「フロー・オブ・ファンズ」を用いて日米の自治体における資産構成を比較したものである。日本の自治体全体の資産規模は64.6兆円となっており、うち現預金が21.2兆円と資産全体の3割余りを占める。国債や投資信託といった証券は1.3兆円、全体の2%を占めるにすぎず、出資金や貸付金を除けば大半が現預金である。

これに対し、米国の自治体¹の資産規模は円換算で130兆円弱と日本の約2倍であるが、最も多くを占めるのは財務省証券²（26.7兆円、全体の21.0%）とエージェンシー債（33.7兆円、

¹ ここでいう米国の自治体とは、州・地方政府（State and Local Government）を指す。地方政府には郡（County）や市（City）等が含まれる。以下、自治体という言葉は州・地方政府を指すものとする。

² 米国における主要な短期金融商品について補足すると次の通り。

・現預金：米国の自治体では、定期預金として譲渡性のあるもの（NCD；譲渡性預金）とないもの（CD）が運用上区別して扱われている。NCDは途中売却が可能（譲渡可能）であるため流動性が高い。これに対しCDは途中売却できないため流動性が低く通常は担保が要求される。CDは10万ドル（約1,000万円）

図表1 日米の自治体における資産構成の比較

【日本】
(2000年3月末、単位兆円)

現金・預金	21.2	(32.8%)
国債・投資信託	1.3	(2.0%)
出資金等	28.7	(44.4%)
貸付金	10.8	(16.7%)
その他	2.6	(4.0%)
資産合計	64.6	(100.0%)

【米国】
(1999年末、単位兆円)

現金・預金	13.4	(10.6%)
レポ取引	16.4	(12.9%)
財務省証券	26.7	(21.0%)
エージェンシー債	33.7	(26.6%)
コマーシャルペーパー	10.4	(8.2%)
社債・外国債	7.4	(5.8%)
その他	18.8	(14.9%)
資産合計	126.8	(100.0%)

(注) 米国については簡単化のため、1ドル=100円で換算。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」及びFRB, *Flow of Funds Accounts* より野村総合研究所作成

全体の26.6%)である。これ以外にもレポ取引やコマーシャル・ペーパー、それに社債・外国債も保有しており、これらを含めると有価証券が全体の4分の3を占めている。現預金は13.4兆円、全体の1割程度にすぎない。このように、米国の自治体は現預金だけでなく国債・政府機関債を中心に「有価証券で運用」し、かつ様々な証券に「分散投資」を行っているのが特徴である。

もっとも、米国の自治体もかつてはわが国の自治体と同様、現預金中心の時期があった。同じFRBの「フロー・オブ・ファンズ」を基に1975年から現在に至る自治体の資産構成の推移をみると、75年当時は資産全体の4割以上を現預金が占めていた(図表2)。その後80年代にかけては金融機関、特にS&L(貯蓄貸付組合)の破綻などが契機となり現預金のシェアが一貫して低下、財務省証券とエージェンシー債、レポ取引が中心となった。90年代半ば以降、CPや社債など政府債券以外の資産クラスの比率が高まり、投資対象の多様化が

を上限として連邦預金保険公社(FDIC)が提供する預金保険によってカバーされている。

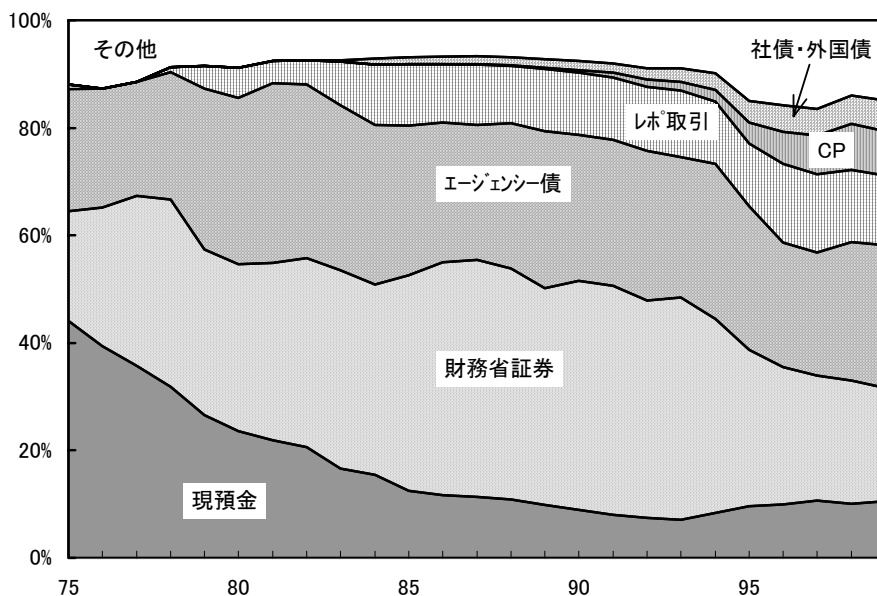
・財務省証券：日本の国債に該当し、財務省短期証券(トレジャリー・ビル、13週・26週・52週の割引形式の債券)と財務省中期証券(トレジャリー・ノート、2年・3年・5年・10年の利付債)、財務省長期証券(トレジャリー・ボンド、30年の利付債券)がある。

・エージェンシー債：FHMA(ファニー・メイ；連邦抵当金庫)やFHLB(連邦住宅貸付銀行)など政府機関が発行する債券。財務省証券とエージェンシー債は格付けが高く、流動性があるため最も有力な資金運用手段となっている。

・レポ取引：証券を売却(購入)すると同時に一定期間後に決められた価格で同商品の買戻し(売戻し)を約束する買戻し条件付き取引(REPO; Repurchase Agreement)。

・コマーシャル・ペーパー(CP)：民間企業が発行する無担保の約束手形。通常は格付けの高い大企業のみが発行可能で、利回りが高い。米国のCP市場について詳しくは大崎貞和・井上武「日米のコマーシャル・ペーパー市場：直接金融機能の強化に向けて」『財界観測』1998年8月号を参照。

図表2 米国自治体の資産構成の推移



(注) 1975～77年のレポ取引の比率はマイナスのため表示されていない。
 (出所) FRB, *Flow of Funds Accounts: Historical Tables*, December 2000 より野村総合研究所作成

進展し現在に至っている。

3. 米国の自治体における公金運用の考え方

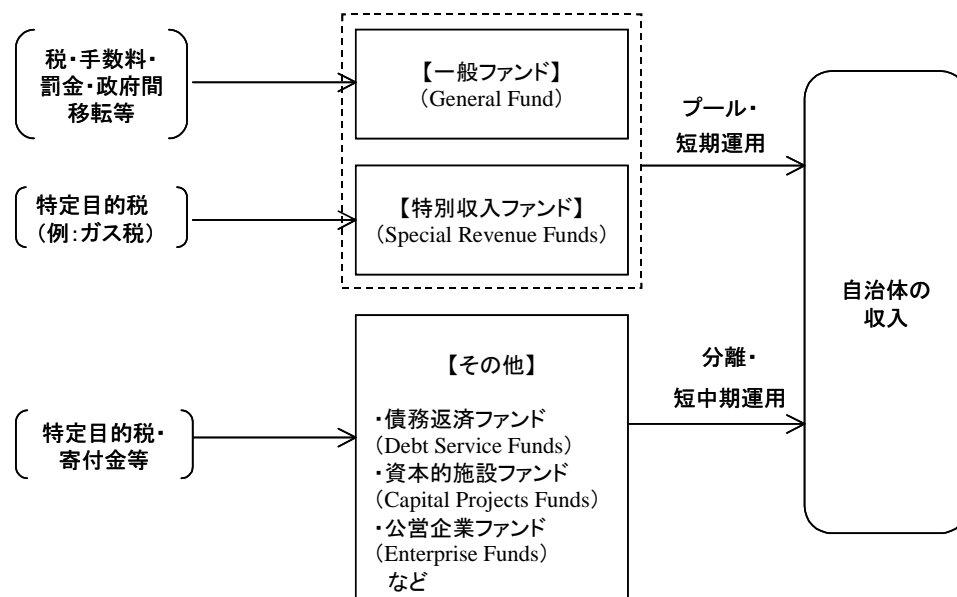
では、米国の自治体では、どのような考え方に基づいて公金の運用を手掛けているのだろうか。自治体の公金運用に関して解説した書物はほとんどないが、ここでは運用担当者間で広く用いられている数少ないテキスト³に基づきつつ説明する。

1) 自治体の資金フロー

図表3は、米国の自治体における資金フローを示したものであるが、公金運用の中心となるのは一般ファンド (General Fund) と特別収入ファンド (Special Revenue Fund) である。一般ファンドとは運転資金のファンドであり、自治体の歳出入にかかる資金の大半はこのファンドに繰り入れられる。通常、投資期間は1年未満と定められている。特別収入ファンドは特別目的税や特定目的支出に係るファンドである。これら二つのファンドはひとまとめにプールされ、主に短期金融商品に投資される。

³ Government Finance Officers Association (GFOA), *Investing Public Funds*, 1998. GFOA (自治体財務担当者協会) は、米国の各自治体の財務担当者によって結成された組織で、シカゴに本部がある。自治体の公金運用、資金調達、会計処理等の財務活動をサポートし書物の出版やセミナー等の活動を手掛けている。

図表3 米国の自治体における資金フロー



(出所) 野村総合研究所

一方、債務返済ファンド（一般債務の元本・利息の支払い関連）や資本的施設ファンド（設備投資など資本支出関連）や、公営企業ファンド（空港や公益などの政府関係企業の運営関連）などといったファンドは資金の性格が異なるため、一般・特別収入ファンドとは別にそれぞれ短中期の運用が行われる。以下、一般・特別収入ファンドの運用に対象を絞って説明する。

2) 投資方針

米国の自治体では、「投資方針（Investment Policy）の策定」が公金運用の要とされている。投資方針とは、公金運用に際し運用を手がける組織や担当者が守らねばならない原理・原則や投資プロセスに関するルールを定めたものである。

米国においても、1970年代まで公金運用はイコール財務省証券の購入か銀行への預金を意味した。財務省証券を購入、銀行に預金しておけば安全とみなされており、運用リスクを考える必要はほとんどなかった。このため、投資責任は意識されず、財務担当者が片手間に手がける職務程度にとらえられていた。

しかし、90年代にリスクの高い投資に手を出した一部の自治体が投資で巨額の損失を計上し危機的状況に陥る事態が生じた。これを契機として公金運用の「受託者責任」（後述）が認識され政策課題と化し、投資方針が策定されるようになった。今では、投資方針を定めた投資方針書（Investment Policy Statement; IPS）の作成を州法で義務づける自治体もあらわれている。

投資方針に盛り込まれる内容は自治体によって様々であるが、最も重要な「原理・原則」

として必ず盛り込まれる投資目標は次の三つである。

第一は、「安全性 (Safety)」であり、元本の安全性の確保が最も重要とされる。ここでは「信用 (クレジット) リスク」と「価格変動 (金利) リスク」の二つを最小にすることを目指す。信用リスクとは、金融機関の破綻などにより投資元本が完全に回収されないリスクのことであり、①安全性の高い (格付けの高い) 証券に投資する、②経営の健全な金融機関を選定する、③分散投資 (Diversification) を行う、といった方策がとられる。一方、価格変動 (金利) リスクは金利の変動により生じるリスクである。一般に、金利が上昇 (低下) すると証券価格は下落 (上昇) する。このリスクに対しては、資産に組み入れる証券の残存期間を自治体運営に必要な資金ニーズに見合うように決めることにより途中売却を極力避ける (バイ&ホールドと呼ばれる)、などといった対処がなされる。ここで、「元本の安全性の確保」といった場合、一般に運用資産全体として必要な安全度が保たれていればよいという意味であり、個々の投資商品が全て元本を必ず確保できるものでなければならないということではない。

第二が、「流動性 (Liquidity)」である。自治体の運営上必要となる資金を十分満たすべく、ポートフォリオの残存期間構成を考慮すること。さらに、予想外の資金ニーズが発生した場合に備え、十分に流動性を確保しておく必要がある。

第三が「利回り (Yield)」である。「安全性」と「流動性」という二つの条件を満たした上で、利回りの最大化を図ることとされている。

なお、以上の三点に加え「法令遵守」(連邦・州が定める運用に係る法令に従って運用を行うこと) を掲げる場合もある。

図表 4 投資方針に盛り込まれるべき項目の例

・適用範囲	: 方針の適用対象ファンドの特定
・投資目標	: 「安全性」「流動性」「利回り」
・運用管理体制の構築	: 公金運用を担当する組織体制の構築
・運用対象・金融機関の範囲	: 投資可能な資産クラスや残存期間の上限、投資適格要件など
・運用成績の評価・報告	: 運用結果や市場動向に関する中間・年次報告の作成
・利益相反とプルーデンス	: 個人の利害に基づく投資の排除とプルーデント・パーソン・ルール

(出所) GFOA, *Investing Public Funds*, 1998 より野村総合研究所作成

投資方針には投資目標以外にも様々な項目が盛り込まれるが (図表4)、ここでは「利益相反とプルーデンス」の項目だけに触れておく。これは、「受託者責任 (Fiduciary

Responsibility)」の考え方が明文化されたものである。「受託者」とは、ある当事者の中で信認関係が存在する場合に、一方の信頼を受けてその者の利益のために行動、助言する義務を負う者を指す。公金運用に即していえば、自治体（受託者）が住民（委託者）から税金などの形でお金を預かっている関係にあたる。

受託者責任には大きく分けて二つある。一つは「受託者は受益者の利益のためだけに行動しなければならない」という義務（忠実義務）である。これにより、受託者が受益者の利益と相反するような行動をとってはならず、受託者が自らの利害のため、あるいは一般的に公金の利害に反するような取引は認められない。もう一つは、「思慮分別、能力のある人間が自らの資産を運用するに際して用いるであろう注意を怠らないようにする」という義務（善管注意義務；プルーデント・パーソン・ルール）である。思慮分別の基準としているのは投資の専門家であり、「プルーデント・エキスパート・ルール」とも呼ばれている。

3) 投資プロセス：「ステップ・バイ・ステップ」アプローチ

さて、担当者は先述した投資方針の下で公金運用を手がけることになるが、全体を俯瞰すると図表5に示すような「ステップ・バイ・ステップ」で投資プロセスを踏むことになる。以下、各項目について簡単に説明する（②は既に述べたので省略）。

①環境認識

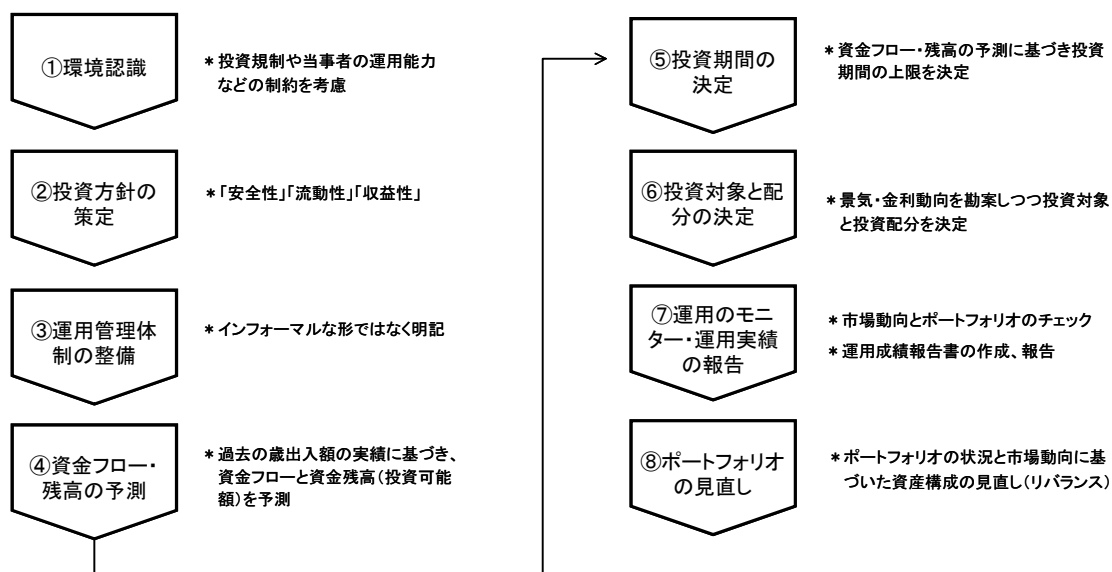
最初に、公金運用にあたり担当者は自分達が置かれた環境を認識する必要がある。連邦・州の法律や各自治体の内部規定、自治体の担当者の運用能力によって運用は制約を受ける。そこで、どのような規制や人材体制の下で運用を行えるのかをはっきりと知っておかねばならない。大規模な自治体になると専門知識を備えた専任の担当者を置くことができるが、小さな自治体の場合は人員に余裕がないためスタッフは他の業務と兼任せねばならない。その場合は、投資知識の豊富な住民や専門家をアドバイザーとすることを検討する。

③運用管理体制の整備

運用管理体制の整備は、運用の実際を規定するだけでなく責任の存在を明らかにする上でも不可欠である。図表6は、ミッション・ビエホ市（カリフォルニア州）の投資方針から運用管理体制に関する記述部分を抜粋したものである⁴。投資方針には財務部長が公金運用に関して責任を負うことが明記されているが、財務部長が欠けた場合には財務マネージャーが、財務マネージャーが欠けた場合は市の行政責任者が責任を負うという具合に、責任者が欠けた場合の措置など具体的に責任体制について明記されている。

⁴ ミッション・ビエホ市の公金運用の実態については、ケーススタディを参照。

図表5 公金運用の「ステップ・バイ・ステップ」アプローチ



(出所) GFOA, *Investing Public Funds*, 1998 より野村総合研究所作成

④資金フロー・残高の予測

投資可能な資金を把握する前提として、資金の流入の予測が必要になる。担当者は、以下の資料をもとに資金流入と資金流出の過去の傾向を把握し本年度の予測を行う。

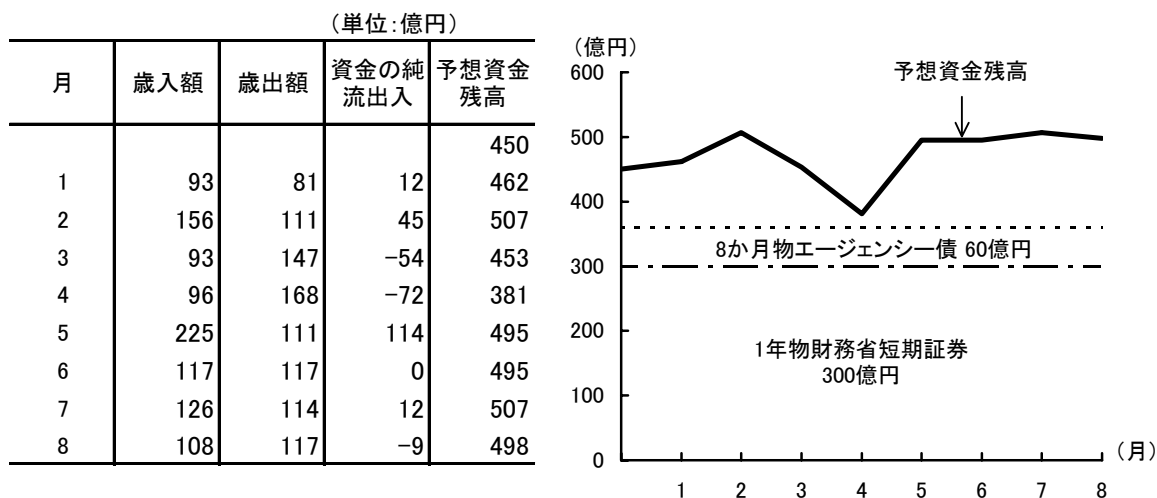
- ・前年度の銀行の報告書
- ・前年度の月次財務レポート（キャッシュと投資バランス、現金の受取と支払、予算と実績の比較表など）
- ・今年度予算の数字

図表6 運用管理体制に関する記述（ミッション・ビエホ市の例）

1. 市の投資プログラムは、カリフォルニア州政府条例の53600条以下に基づく。
2. ミッション・ビエホ市の市条例3.08に規定されているように、市の財務部長をカリフォルニア州政府条例53600条以下に基づきファンドの投資責任者とする。財務部長は、市のスタッフが行う取引全てにわたって責任を持ち、第5項に沿った形でスタッフと外部投資アドバイザーの投資活動を管轄するものとする。
3. 市の財務部長が欠けた場合は、財務マネジャーが投資責任を負う。
4. 市の財務部長と財務マネジャーが欠けた場合は、市の行政責任者(City Manager)が投資責任を負う。
5. 市のカウンスルは、投資諮問委員会の提案に基づいて市の目標に沿った形で投資ポートフォリオの運営に従事すること。運営は本投資方針に基づいて行うこと。

(出所) *The City of Mission Viejo Investment Policy: Fiscal Year 2000-01*, October 2000 より野村総合研究所作成

図表7 資金フロー・残高予測の例



(出所) GFOA, *Investing Public Funds*, 1998 を参考に野村総合研究所作成

- ・プロジェクトマネジャーが作成した資本支出予測
- ・投資資産の残存期間とクーポン支払見込額の要約表

資金の流入・流出額の予測から、予想資金残高が導かれる。図表7は自治体の資金流入の予測表を極めて単純化した例である。歳入額と歳出額の予測から資金のネットの流出入予測額が導かれ、資金残高の予想額が決まる。

⑤投資期間の決定

資金フロー・残高の予測に基づき、どの程度の残存期間の証券に投資可能かを決定する。図表7の例でいえば、この自治体では予想資金残高の最小値が381億円であり、この金額までは比較的長期の投資対象で運用できる。そこで、1年物の財務省短期証券に300億円、8ヶ月物のエージェンシー債に60億円程度投資可能と判断し、これを超える部分はより短期のもの、または即換金可能な証券の運用できめ細かく対応することになる。

⑥投資対象と配分の決定

資産全体をどのような資産クラスにどれだけ配分するか(アセット・アロケーション)を決定する。投資方針で定めているリスク許容度と投資可能商品、及び資金フロー分析から得られる流動性制約を考慮しつつ、具体的な投資内容を決定する。

⑦運用のモニター・運用実績の報告

投資を開始したら、担当者は市場の動向をにらみながらポートフォリオの状況について常時モニターせねばならないとされる。また、月次、四半期毎など一定時点ごとに運用成績を評価し、報告書を取りまとめた上で自治体内の意思決定機関に対し定期的に運用報告を行う必要がある。カリフォルニア州の場合、政府内部での運用報告にとどまらず直近のポートフォリオの商品別構成と残存期間別構成、運用成績などをインターネット上で一般に公開している。

⑧資産構成の見直し

投資環境やポートフォリオの状況などに応じて資産構成の見直し(リバランス)を行う。

4) 運用規制

運用に関する規制は州毎に異なっている。GFOAの調査によれば、財務省証券とエージェンシー債券、CDはほとんどすべての州で投資可能となっており、次いで多いのが州の債券・エージェンシー債、市債、MMFである。これに対し、CMO(モーゲージ担保債務証券)⁵やデリバティブなどはごく一部の州で投資が認められているにすぎない。

また、州毎で投資可能な商品の幅が異なっている。カリフォルニアやテキサス、ミネソタ州のように上記の金融商品の購入がほぼ全面的に認められている州もあれば、アラバマやインディアナ、ミシシッピ、ミズーリ州にみるように一部の商品の購入しか認めていないところもある。各州のリスク許容度の違いによるものであろう。

4. ケーススタディ：カリフォルニア州の自治体にみる公金運用の実態

以上でみてきた考え方を踏まえ、公金運用の実際についてカリフォルニア州を例にとりカリフォルニア州財務局とミッション・ビエホ市の二つの事例を紹介する。

1) カリフォルニア州財務局(State Treasurer's Office)

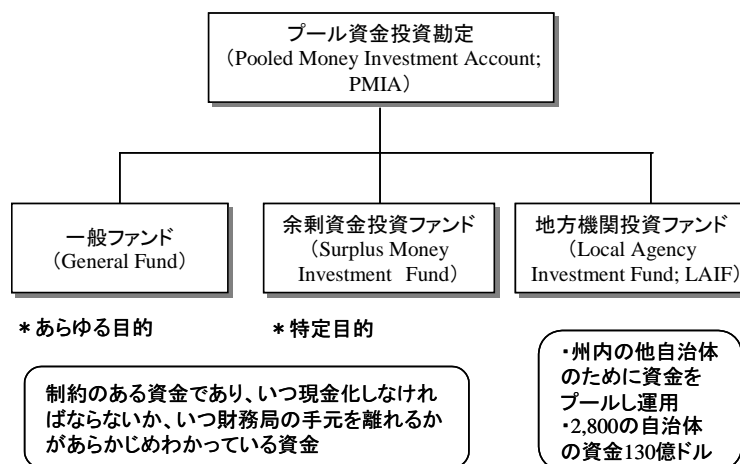
(1) 公金運用の概要

カリフォルニア州は人口3,267万人、面積は41万1,470平方キロと日本よりもやや大きい広さの州である。財政規模は999億ドル(約10兆円、1999年6月決算)の規模である。

同州で公金運用を担当しているのは財務局(State Treasurer's Office)である。財務局は、(1)あらゆる種類の州資金を安全かつプルーフに運用しつつ投資収益を最大化する、(2)州の日々のキャッシュポジションを正確に予測することで州の公金の運用収益を最大化する、(3)州債の発行、売却を担当する、という三つの役割を担っている。運用資金は「プール資金投資勘定」(Pooled Money Investment Account; PMIA)として一つにとりまとめ412億ドル(約4兆円)の運用を行っている。この勘定は大きく分けて州の資金からなる①一般ファンド(General Fund)と②余剰資金投資ファンド(Surplus Money Investment Fund)、それに州内の他自治体のお金を集めた③地方機関投資ファンド(Local Agency Investment Fund; LAIF)という三種類のファンドから構成されている(図表8)。資金残高はそれぞれ

⁵ 住宅ローン債権のプールから生じるキャッシュフローを満期や償還スケジュールが異なるいくつかの部分(トランシェ)に分けて発行する証券。

図表8 カリフォルニア州財務局の運用資金の種類



(出所) インタビューより野村総合研究所作成

約3分の1ずつとなっている。

一般ファンドはあらゆる目的の資金を運用するためにプールしたファンドであり、余剰資金投資ファンドは特定目的の用途の資金についてプールしたファンドである。これに対して、LAIFは当局のお金ではなく州内の他自治体のために運用する資金のプールで、2,800の自治体の資金130億ドル（約1兆3,000億円）を運用している。LAIFに資金を委託する参加の自治体にとって、プールすることで規模の利益が働き、より高い投資収益を期待できる上すぐ現金化可能であるため、より多くの資金を投資に振り向けることができるというメリットがある。

(2) 投資方針

PMIAの運用は、投資方針に基づいて行われている（図表9）。投資方針は州の法律⁶を踏まえつつ、「方針」と「ガイドライン」から構成されている。「方針」では、(a)ポートフォリオの安全性、(b)流動性、(c)投資収益の三つが投資目標として掲げられている。特に、ポートフォリオの安全性については格付けの高い証券への投資に加え、三つの「分散投資」によって確保するとされる。具体的には、①様々な商品に投資を分散することにより各資産クラスがポートフォリオ全体に及ぼす影響を小さくする、②様々な発行体・機関の商品に分散することで各発行体・機関の信用リスクの影響を最小限にとどめる、③様々な残存期間の商品に投資することで金利リスクを最小化する、というものである。

財務省証券とエージェンシー債は国・政府機関の信用に基づいているためほとんど規制はないが、それ以外の預金・有価証券は信用リスクの観点から投資制限が課されている。たとえば、預金は預金機関の健全性や地域性が選定基準となり、譲渡性のない預金は担保が必要とされる。CPについては資産全体の30%、1銘柄当り残高の10%を保有上限とし、高

⁶ California Government Code Section 16430-16481.

格付けで発行体は米国が拠点かつ総資産が5億ドル以上、などといった制約を付している。

図表9 州財務局の投資方針の概要

<方針>	<ガイドライン>
<p>【目標1: ポートフォリオの安全性／分散投資】</p> <p>目的: 格付けの高い証券への投資に加え、①様々な商品を投資対象とする、②様々な発行体・機関の商品に分散する、③様々な残存期間の商品に投資する、という三通りの方法で分散投資を行い安全性を確保する。</p> <p>方針: ポートフォリオの価値を著しく損なうことなく、一部を容易に現金化できるように、十分な種類の有価証券に分散投資する。PMIB(プール資金投資理事会)と財務局の投資委員会、投資部門が投資制約の検討を行う。</p> <p>【目標2: 流動性】</p> <p>目的: 資金フローのポートフォリオは、6か月単位の資金フローだけでなく、1か月単位の詳細な資金需要予測にも対応できる残存期間構成になっていなければならない。さらに、予想外の資金流出や流入の遅れにも対応できるよう、十分に財務省証券を保有すること。</p> <p>方針: 第一に、直近の資金フロー予測に基づき想定された流動性を確保し、第二に想定外の流動性の発生に備え財務省短期証券を十分保有する。</p> <p>【目標3: 投資収益】</p> <p>安全性とブルーデントな財務運営に沿った形で投資収益を最大にする。投資収益は市場水準並みを維持すること。</p>	<p>I. 安全性・分散投資</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 譲渡性預金 <ul style="list-style-type: none"> ・残存期間の上限は5年(州法では制限なし) ・地理的要因、市場での評価などを考慮 ◆ 担保付預金 <ul style="list-style-type: none"> ・残存期間の上限は5年(州法では制限なし) ・財務局が採用している格付機関により“D”以上の格付を取得している機関であり、財務局スタッフの信用評価を満たしていること ◆ CP <ul style="list-style-type: none"> ・残存期間の上限は180日(州法と同じ)、保有上限は資産全体の30%、1銘柄当り残高の10%(州法と同じ) ・格付けは「プライム」、発行体が米国を拠点としていること、総資産が5億ドル以上 ◆ 社債 <ul style="list-style-type: none"> ・残存期間の上限が5年(州法では制限なし) ・発行体が米国を拠点とし、格付けで上位3ノッチ内であること ◆ レボ及びリバース・レボ¹⁾ <ul style="list-style-type: none"> ・残存期間の上限は1年(州法では制限なし) ・リバース・レボは資産全体の10%が上限 ・メジャーでかつ資本内容が充実したフローカー・ディーラーであること <p>II. 流動性</p> <ul style="list-style-type: none"> ・毎月及び半年に一度の資金フロー予測に基づくキャッシュ需要を満たすこと。予測はキャッシュマネジメント部門の担当者により、日々更新されること ・予定外のキャッシュ需要に対応するために財務省証券(残存期間1年未満)を十分に保有すること ・平均残存期間は6か月～18か月を維持すること

(出所) Office of the State Treasurer, *Investment Policy for the Pooled Money Investment Account*,
March 2000 より野村総合研究所作成

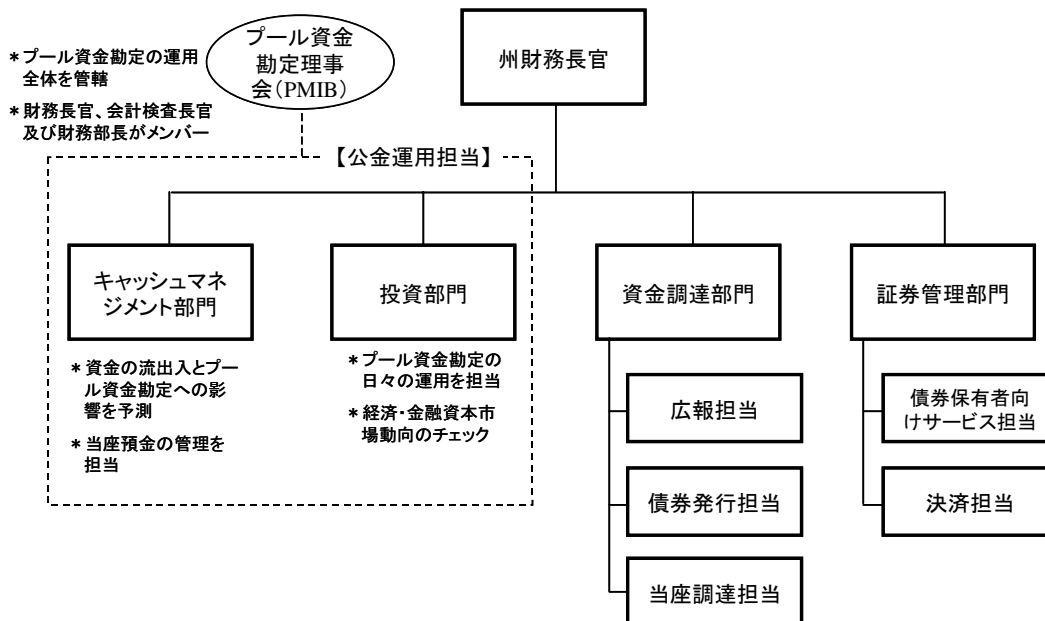
(3) 投資プロセス

運用管理体制が図表10に示されている。プール資金勘定の運用全体を統括するのは、プール資金勘定理事会 (PMIB) と呼ばれる組織である。PMIBは財務長官と会計検査官、財務部長の3名がメンバーとなっており、少なくとも四半期に一回ミーティングを開催する。PMIBの下で公金運用を担当しているのが、キャッシュマネジメント部門 (Cash Management Division) と投資部門 (Investment Division) の二つである。キャッシュマネジメント部門は、6か月先までの資金の流出入とPMIAへの影響に関して予測を行う。投資部門は同勘定の運用の実務を手がけているが、キャッシュマネジメント部門の資金流出入予測に基づき、ポートフォリオの残存期間構成を調整する。半年分の資金を確実に手当てできるようにした上で残りを最大5年までの投資に振り向けることができるが、実際には資金の多くが残存期間1年未満という。財務長官は、四半期に一度運用報告をPMIBに対し行うとともに、毎年投資方針書の改定案を提示する。

州財務局では、財務省証券・エージェンシー債に投資することで安全性と流動性を確保し、CPへ投資することで収益性を確保している。担当者はCPについて「発行体が米国企業で総資産5億ドル(約500億円)以上という条件になっているが、リターンが高い上現金化も容易だし、実にすばらしい運用対象だ。投資額がポートフォリオ全体の30%以下という州法の規定は今や古くなっている。もっと多くがCPに振り向けられるようにしてしかるべ

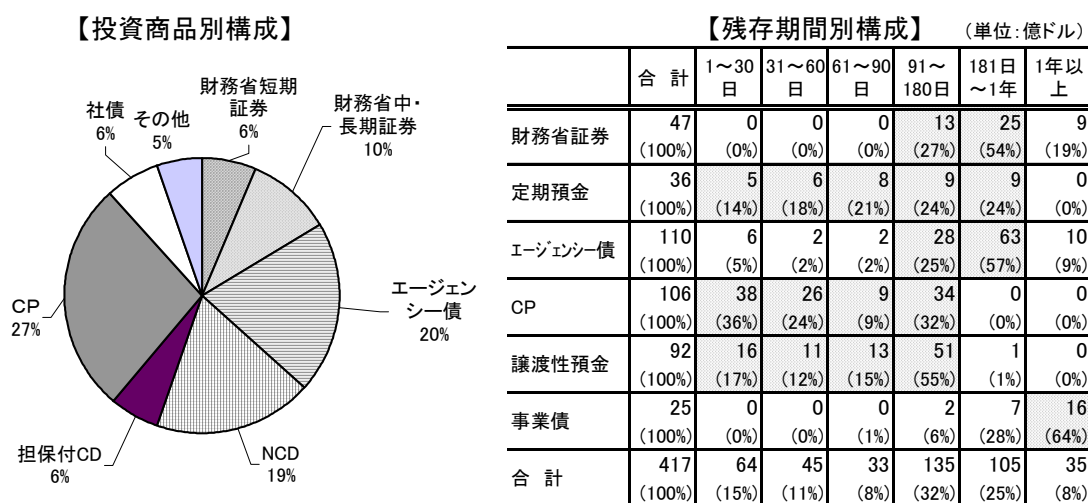
きだと思う」と述べている。一方、預金は流動性が高い譲渡性預金（NCD）を比較的多く組み込んでいる。譲渡性のない定期預金（CD）は、担保付きでカリフォルニアに本社がある銀行という条件を付しているが、流動性が低いためやや利用に消極的とのことである。こうした考え方が、PMIAの資産構成にあらわれている（図表11左図）。残存期間でみると、1日～3か月、3か月～半年、半年～1年がほぼ3分の1ずつの構成になっている（図表11右表）。

図表 10 カリフォルニア州財務局の運用管理体制



(出所) インタビュー及び財務局資料より野村総合研究所作成

図表 11 カリフォルニア州財務局「プール資金勘定」の資産構成



(注) 投資商品別構成は1999年6月末現在。残存期間別構成は2000年7月現在。

(出所) California State Treasurer's Office, Annual Report Fiscal Year 1998/99 他より野村総合研究所作成

2) ミッション・ビエホ市 (City of Mission Viejo)

(1) 公金運用の概要

ミッション・ビエホ市 (City of Mission Viejo) はカリフォルニア州南部、オレンジ郡に位置する面積43.5平方キロ、人口10万人の都市である。市制施行は1988年と新しい。財政規模は1999年6月決算で4,723万ドル (約47億円)、公金運用残高は2000年9月末時点で2,702万ドル (約27億円) となっている。

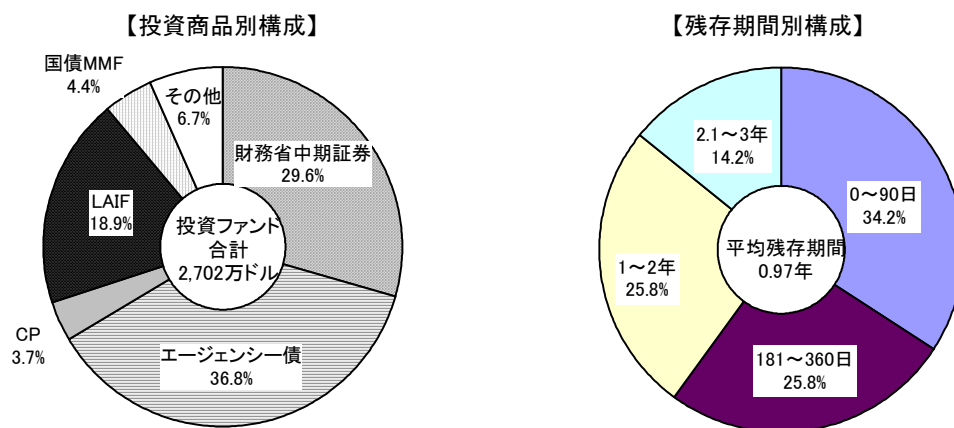
同市は、投資目標として①投資ファンドの安全性を確保すること、②市の財務部長のコントロールにより、連邦・州・地方の投資関連規制全てを遵守すること、③資金ニーズに応えるべく十分な流動性を確保すること、④安全性と流動性を確保した上で市場並みの収益率を達成すること、という4つを投資方針書に盛り込んでいる。投資対象の制限は例えば次のようなものである。

- ・ エージェンシー債券の投資上限はポートフォリオ全体の60%か120万ドルの大きい方。CMOやモーゲージ担保債券は禁止。
- ・ 連邦預金保険対象のCDは満期180日が上限。
- ・ 譲渡性預金 (NCD) の上限はポートフォリオの20%もしくは400万ドルの大きい方。
- ・ CPの満期は180日を超えないこと。発行体は総資産規模が5億ドル以上であり、格付けがP1 (ムーディーズ) もしくはA1 (S&P) 以上であること。ポートフォリオ全体の15%を超えないこと。
- ・ リバース・レポとセキリティーズ・レンディングは禁止。

同市では、ポートフォリオの投資収益を最大化するため、一般ファンドや特別収入ファンドだけでなく他のファンドの余剰資金もひとまとめにして運用している。市は予算で見積もった歳出入などに基づき資金フローの予測を行い、予測値に基づき「ターゲットベンチマーク」と呼ばれる資産全体の残存期間構成の目標を設定する。ベンチマークは資産全体の3分の1が3年以上5年未満、3分の1が1年以上3年未満、残り3分の1が1年未満と、カリフォルニア州財務局よりも長い残存期間の証券のウェイトが高い。

この理由は、「リザーブ (準備金)」の存在にある。市では、自然災害など予期しない事態が生じた場合の支出と長期にわたるプロジェクト支出などにあてられることを目的としてリザーブを設けている。収入と支出の差額はリザーブに繰り入れられる仕組みであるが、現在市の財政状態が良いことから収入が多く、リザーブの残高が300万ドル程度と市の財政規模の1割以上に達している。この部分は長期運用が可能なため、公金のポートフォリオ構成も残存期間の長いもののウェイトが高くなっているのである。この方針が資産構成にあらわれている (図表12)。投資商品別構成が示すように、短期の資金ニーズをLAIFと国債MMFで満たし (かつCPで高利回りを確保)、中長期のニーズを財務省中期証券 (トレジャリー・ノート) とエージェンシー債への投資で対応している。

図表 12 ミッション・ビエホ市の公金運用構成



(注) 2000年9月末。

(出所) City Treasurer's Monthly Report, November 2000 より野村総合研究所作成

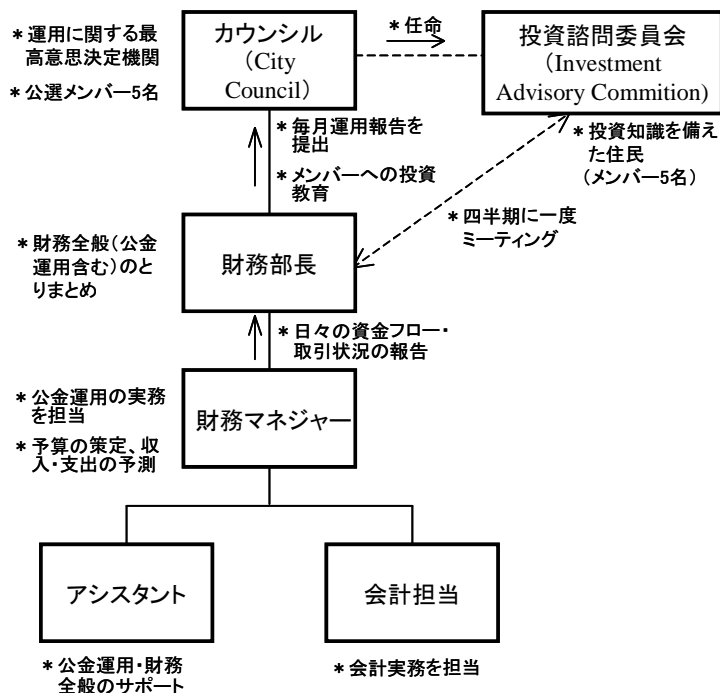
(2) 運用管理体制

資金規模は州に比べて小さいものの、カリフォルニア州では市の公金運用に際し州法により州財務局とほぼ同様の運用管理体制が要求される(図表 13)⁷。市の最高意思決定機関はカウンシルであるが、メンバーは投資の専門知識を必ずしも持ち合わせているわけではないので専門機関として諮問委員会を設置している。現在、当市に住むブローカーや会計士、民間企業の財務担当者といったメンバーが顔を連ねており、四半期に一度運用方針に関してミーティングを行う。任期は4年となっている。

一方、運用の実際は財務部長以下4人のメンバーが担当する。財務マネジャーは毎日財務部長に日々の資金フローや取引状況を報告し、財務部長は毎月トレジャーリー・レポート(ポートフォリオの詳細を記した報告書)を諮問会議と投資諮問委員会のメンバーに報告する。しかし、同市は規模が小さいことから投資専任のスタッフは一人もいない。運用の中心となっている財務マネジャーは、全体の時間の25%しかあてておらず、残りの75%は財務部門のスタッフとして収入予測や予算策定の業務にあてられる。その下にいるアシスタントですら全体の時間の50%をあててに過ぎず、残りは日々の資金フローのチェックや残存期間の計算、報告書の作成にあてなければならない。またカウンシルのメンバーが交代したときは、担当者はテキストを渡し投資に関する基礎知識を教育しなければならない。そこで、担当者は手間がかからないような工夫をしている。たとえば、短期運用は州財務局がてがけるLAIFに運用を委託している。財務省証券については基本的にバイ・アンド・ホールドであり、毎日市場分析を行うようなことをしない。これは、「自治体は市場を後追いするだけ(just follow)。マーケットに勝とうとする必要はない」(担当者のコメント)という考え方に裏付けられている。

⁷ California Government Code Section 53600 以下。

図表 13 ミッション・ビエホ市の運用管理体制



(出所) インタビューより野村総合研究所作成

5. わが国への示唆

以上でみてきた米国の自治体における公金運用の実態を踏まえると、わが国の自治体にとって次のような取り組みが考えられる。

まず、公金運用を「現預金中心の運用」から「有価証券を含めた形でのリスクとリターンを踏まえた運用」へととらえ直すことから始まる。ペイオフ導入により、預貯金も金融機関の信用リスクを認識する必要が生じる。高格付けの債券への投資を中心とした分散投資により、安全性と流動性、収益性を確保する。これら「原理・原則」とあわせ、住民からお金を預かった受託者として投資責任の所在を明確にした上で投資方針に盛り込む。実際の運用にあたっては、資金流入の予測に基づき投資可能な資金の規模と投資期間を特定し、投資対象と配分を決定するという投資プロセスを構築していくことになる。

今後、わが国の自治体が公金運用を一層高度化させていくことが期待される。

(片山 英治、神山 哲也)